



Économie rurale

Agricultures, alimentations, territoires

286-287 | Mars-juin 2005

286-287 : Les opérations marchandes

Évaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement

Valuing, estimating: the relations between brokers and investment fund managers

Horacio Ortiz



Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/economierurale/3183>

DOI : 10.4000/economierurale.3183

ISSN : 2105-2581

Éditeur

Société Française d'Économie Rurale (SFER)

Édition imprimée

Date de publication : 5 juillet 2005

Pagination : 56-70

ISSN : 0013-0559

Référence électronique

Horacio Ortiz, « Évaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement », *Économie rurale* [En ligne], 286-287 | Mars-juin 2005, mis en ligne le 05 mars 2007, consulté le 04 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/economierurale/3183> ; DOI : 10.4000/economierurale.3183

Ce document a été généré automatiquement le 4 mai 2019.

© Tous droits réservés

Évaluer, apprécier : les relations entre brokers et gérants de fonds d'investissement

Valuing, estimating: the relations between brokers and investment fund managers

Horacio Ortiz

NOTE DE L'AUTEUR

L'auteur tient à remercier les personnes ayant relu les différentes versions de cet article, notamment Geneviève Teil et les referees anonymes de la revue. Ce travail est le produit d'une recherche initiée sous la direction de Michèle de La Pradelle qui nous a quittés en 2004. Ce texte est dédié à sa mémoire.

- 1 L'approche de l'échange marchand par l'observation des pratiques nous montre que celui-ci est organisé par des logiques multiples, à travers lesquelles les acteurs produisent la qualité de ce qui est échangé¹ et s'accordent sur des prix. Ceci s'effectue souvent à l'intérieur d'organisations sociales dont les logiques informent les pratiques des acteurs de l'échange, comme par exemple des entreprises qui offrent ou demandent la marchandise², ou des institutions comme l'État³. C'est en prenant ces multiples logiques comme constituant la régularité des échanges, que nous pouvons comprendre ce qui fait qu'un rapport marchand perdure dans le temps, qu'il constitue un « marché »⁴. C'est alors que nous pourrions voir quelles sont les logiques à l'œuvre dans la production de la qualité.
- 2 Dans ses études sur les services, Gadrey montre que dans les cas où le service est co-produit dans l'interaction entre le client et le prestataire, la qualification de ce qui est échangé, de même que son évaluation monétaire, deviennent difficiles (Gadrey, 2004 ; voir aussi de Bandt, 1994) Dans l'analyse de la production de la qualité, on peut montrer

que celle-ci n'a alors pas besoin d'être toujours définie de manière complète. Notamment dans les échanges intermédiaires, elle peut demeurer floue à l'intérieur de ce que nous pouvons nommer des « contrats-cadres » (Eymard-Duvernay, 2004), procédures qui fixent les règles de l'échange plutôt que les caractéristiques du produit, qui demeure variable dans le temps et sujet aux transformations dans la relation entre client et prestataire. Pour rendre compte du fait que le rapport marchand entre les acteurs demeure régulier au fil du temps, alors même que la qualification de ce qui est échangé demeure floue et variable, il faut, dans un cas particulier, analyser les logiques propres à cette situation, voir comment elle fait sens pour les acteurs⁵. Ceci ne peut être réalisé qu'à partir d'une analyse concrète des pratiques effectives des acteurs. C'est ce que je voudrais faire à partir de l'étude d'un cas particulier, celui de la relation entre vendeurs d'information financière et gérants de fonds d'investissement dans le marché des actions.

- 3 À partir d'une enquête effectuée à New York et à Paris, je présenterai un marché dans lequel des « vendeurs », employés de société de *brokerage*⁶, vendent de l'analyse financière⁷ à des gérants de fonds d'investissement, qui l'utilisent pour informer leurs choix d'investissement dans le marché des actions. Ce marché est aujourd'hui constitué par des sociétés de gestion et des sociétés de *brokerage* fortement réglementées par la loi, et dont les employés sont habilités par l'État. La marchandise qui y est échangée, c'est-à-dire l'information financière, est strictement standardisée. La qualité est donc le produit de pratiques fortement organisées autour d'institutions sociales.
- 4 En même temps, le marché est organisé à travers une procédure qui laisse un espace de qualification ouvert, où la qualité est constamment retravaillée par les acteurs. L'échange concret entre sociétés de gestion et sociétés de *brokerage* s'effectue à travers l'établissement de relations personnelles sur le long terme entre vendeurs et gérants. Les manières de qualifier l'échange sont différentes d'une relation à une autre. Par ailleurs, elles sont variables, en ce qu'elles peuvent changer dans une même relation au cours du temps. La multiplicité ne tient pas seulement au fait qu'il y a différentes manières de qualifier l'information financière. Elle concerne aussi différentes manières de qualifier les services globaux offerts par les vendeurs, dans lesquels la place de l'information financière est variable.
- 5 Dans le cas que je traite ici, l'ambiguïté de la définition de ce qui est échangé tient notamment au fait qu'il est co-produit par le client et le prestataire, comme c'est le cas dans les exemples des prestations de services de conseil aux entreprises, analysés par de Bandt (1994) ou Sauviat (1994) Mais la particularité du cas étudié ici est que cette ambiguïté est entretenue explicitement par les acteurs eux-mêmes, à l'intérieur d'un certain cadre, qui lui donne son sens. Elle est un élément organisateur de l'échange marchand, en ce que les procédures qui maintiennent un certain flou dans la qualification sont considérées comme fondamentales pour un bon déroulement de l'échange. Elle fait partie des règles qui font que l'échange se répète dans le temps et qui constituent le marché comme un rapport social stable.
- 6 L'enquête a été effectuée en réalisant un stage de cinq mois dans une société de *brokerage* à New York, que j'appellerai *Brokers Inc.*⁸, et une cinquantaine d'entretiens à Paris et New York avec des vendeurs et des gérants, entre autres. Une partie non négligeable de l'information provient des commentaires informels des acteurs pendant ou en dehors des horaires de travail, venant compléter les observations faites sur place.
- 7 Je présenterai d'abord les pratiques de qualification des acteurs. Je montrerai comment certaines sont stabilisées dans des institutions et d'autres demeurent ouvertes dans le

cadre d'une procédure commune de qualification. J'analyserai alors comment la multiplicité et la variabilité de la qualification sont des éléments organisateurs du marché.

Le rôle des institutions dans la qualification

- 8 L'échange marchand d'information financière que je décris ici est le fait d'entreprises. J'étudierai les enjeux commerciaux fondamentaux pour ces entreprises, en observant comment la qualité est stabilisée à travers le travail effectué au sein de différentes institutions.

Les enjeux marchands de l'échange : la diversification et la personnalisation des sources d'information financière

- 9 Les gérants sont employés de sociétés de gestion. Ils ont à charge des fonds de tiers⁹, qu'ils doivent faire fructifier en les investissant dans les marchés d'actions. Pour réaliser cette tâche, ils utilisent différentes sources d'information, comme la presse grand public ou spécialisée, des fournisseurs de données financières comme Bloomberg ou Reuters, les documents et avis produits par les analystes financiers propres à la société de gestion, et les analyses fournies par les vendeurs des sociétés de *brokerage*. Ces derniers fournissent l'information la plus personnalisée en fonction des intérêts spécifiques de chaque gérant.
- 10 La base de l'analyse fournie par les vendeurs est le travail produit par les analystes de la société de *brokerage*, qui font le même travail que les analystes de la société de gestion. L'analyse financière d'une action cotée implique l'utilisation de modèles standardisés et de données publiques. Elle lie fortement le prix de l'action à la situation économique de l'entreprise dont elle est le titre de propriété, à son environnement économique, et aux prévisions de l'analyste quant aux évolutions futures. L'analyste suit de près les déclarations de la direction de l'entreprise, il est spécialisé dans un secteur et considéré comme celui qui connaît le mieux l'entreprise analysée.
- 11 Les documents produits par les analystes financiers affichent un prix théorique de l'action, qui est à comparer avec le prix réel, et qui fonctionne comme un signal d'opportunité d'achat ou de vente ou d'absence d'opportunité. Pour établir ce prix théorique, les analystes doivent faire des paris personnels. Ils doivent pondérer les différents résultats des divers modèles d'analyse, et se faire une idée des évolutions futures qu'ils trouvent plus vraisemblables. Ainsi, alors que tous les analystes utilisent les mêmes modèles et les mêmes informations, les résultats de leur analyse sont parfois très différents. Face à cette incomplétude des modèles, caractéristique de l'analyse financière, les gérants diversifient les analyses auxquelles ils ont accès, sur une même compagnie cotée, pour connaître tous les points de vue possibles, et se faire leur propre idée.
- 12 Les gérants lisent rarement toutes les analyses produites sur une action donnée. Ceci se justifie déjà par le fait que dans chaque document produit par un analyste, les mêmes données se répètent, et les différences ne concernent que quelques points. Par ailleurs, les gérants investissent dans plusieurs dizaines de sociétés cotées, et n'auraient matériellement pas le temps de lire toute l'information produite par des *brokers* concernant chacun de leurs investissements. Ils utilisent plutôt les informations de

quelques sociétés de *brokerage*, telle qu'elle est transformée par les vendeurs en fonction de leurs intérêts personnels, comme le dit un jeune vendeur de Brokers Inc. :

- 13 Jacques, jeune vendeur : *« L'analyse fournit la recherche, moi j'utilise la recherche et je suis l'intermédiaire entre la recherche de ma société et les clients finaux. Donc je suis à la fois un passeur d'information, mais je suis quelqu'un qui peut cibler, réduire et apporter de la valeur ajoutée à l'information brute. Donc mon métier c'est quoi ? euh, j'arrive le matin, j'appelle mes clients, je sais quel est leur style, j'affine et progressivement je comprends leur style, je sais ce qu'ils aiment, je sais ce qu'ils n'aiment pas, je sais ce qu'ils veulent entendre, je sais quels stocks les intéressent, quels secteurs les intéressent. Donc à partir de là, à partir du news flow quotidien, qui, qui m'arrive soit par la recherche de la boîte, soit par Bloomberg, soit par Reuters, soit par la presse, j'essaie de trier l'information et de faire des messages euh, ciblés, à mes clients. »*
- 14 Les gérants cherchent donc à diversifier leurs sources d'information en ayant des contacts avec des vendeurs de différentes sociétés de *brokerage*. La relation est personnelle en ce que le gérant a une relation avec un vendeur spécifique. Un gérant ne traite pas avec Brokers Inc. simplement, mais avec Jacques (et pas Jean), de Brokers Inc. La personnalisation de la relation est cruciale en ce que c'est en connaissant son client que le vendeur pourra faire au mieux son travail de « ciblage » de l'information qu'il lui fournit. Elle donne lieu à un « plus » d'analyse que les modèles utilisés par l'analyste ne peuvent fournir. L'incomplétude de ces modèles est ainsi un élément organisateur des formes concrètes de l'échange, qui prennent en compte les capacités des vendeurs et les besoins des gérants.

La stabilisation de la qualification par des institutions : le monde académique, l'État, les sociétés de gestion et de *brokerage*

- 15 La définition des activités des gérants et des vendeurs est fortement stabilisée par la garantie fournie par certaines institutions, telles que le monde académique, l'État, ou les sociétés dont les acteurs de l'échange sont employés. Cette stabilisation est le produit d'une histoire, et demeure en mutation.
- 16 Le monde académique est un des lieux les plus importants de production des modèles et des raisonnements de l'analyse. Ainsi, des analystes de Brokers Inc. téléchargeaient des modèles de traitement des données depuis le site Web d'un professeur de l'université d'Harvard. Ils trouvaient évident que son modèle serait meilleur que celui qu'ils pourraient développer eux-mêmes. Gérants, analystes et vendeurs utilisent les mêmes modèles et les mêmes logiques analytiques, qu'ils ont appris lors de leurs études. Ces modèles et raisonnements sont donc à la fois produits, diffusés et légitimés par la recherche universitaire, souvent en lien avec le monde professionnel de la finance.
- 17 La production de ce consensus analytique peut être perturbée. Ainsi, pendant la période spéculative à la fin des années 1990, des modèles alternatifs se sont imposés, qui étaient censés mieux rendre compte des enjeux économiques liés à Internet (Orléan, 1999 ; Lordon, 2003). Ils furent alors inscrits dans les cursus et les manuels (voir par exemple Jacquillat et Solnik, 2002), alors même que des chercheurs exprimaient leurs doutes comme Orléan lui-même (Orléan, *op. cit.*)¹⁰ L'explosion de la bulle spéculative en 2000 redonna toute leur légitimité aux approches classiques. La définition de l'analyse financière fournie par les *brokers* est donc fortement stabilisée par le travail constant des milieux universitaires.

- 18 L'État et les agences spécialisées, telles que la *Securities and Exchange Commission* (SEC) aux États-Unis et l'Autorité des marchés financiers (AMF) en France, jouent un rôle structurant tout aussi fondamental, en ce qu'ils établissent des règles et appliquent des sanctions (Abolafia, 1996) Les acteurs doivent être habilités pour exercer leur profession. Dans les tests d'habilitation¹¹, ils doivent exposer leur connaissance des modèles d'analyse et des enjeux légaux concernant les professions financières. Par ailleurs, les contrats passés entre les sociétés de gestion et les *brokers*, ainsi que ceux passés entre gérants et vendeurs et leurs employeurs définissent des obligations et des interdictions très spécifiques. Notamment, les *brokers* sont tenus de ne pas viser à manipuler leurs clients à travers la diffusion d'informations fausses, et ne peuvent pas utiliser des informations qui ne sont pas publiques. Les gérants et les vendeurs s'engagent ainsi à respecter de nombreuses règles explicites. Les infractions peuvent impliquer des mesures répressives telles que la perte de leur partenaire commercial comme celle de leur poste de travail, voire d'être interdits d'exercer des professions financières et même d'aller en prison. Le rôle de l'État dans la qualification de l'échange entre vendeurs et gérants est donc crucial : il garantit la bonne foi des partenaires commerciaux, ou du moins la possibilité de sanctionner les abus de confiance.
- 19 Finalement, les acteurs sont employés de sociétés qui fournissent de nombreuses règles organisant l'échange, et se portent garantes de leur respect. Cette garantie vise à maintenir les sources de revenus stables et viables et se traduit en partie par la création d'une image de marque dans la profession (Sauviat, 2003) La société qui emploie les acteurs a d'importantes procédures de contrôle quotidien du suivi des règlements. Elle est le garant que ceux-ci vont respecter les règles académiques et étatiques, non seulement dans le traitement de leur analyse financière mais aussi dans le respect de la loi et de la déontologie (Isaac, 1998) Cet aspect va au-delà de la question de la « confiance » c'est-à-dire l'opposé de la « méfiance ». Pour chaque acteur, l'appartenance professionnelle est le gage que les autres suivent (notion plus large que celle de « respect ») les multiples règles, souvent implicites (Livet et Thévenot, 2004), voire inconscientes, qui organisent le bon déroulement des échanges. Ce savoir est souvent pratique et non objectivé conceptuellement. Il peut demeurer ainsi, dans le cas que j'étudie ici, parce que les acteurs se reconnaissent immédiatement comme professionnels dans un échange spécifique.
- 20 Ainsi, les gérants et les vendeurs savent que leurs partenaires commerciaux sont encadrés par des règles strictes de comportement commercial et qu'ils utilisent des méthodes d'analyse financière communes. Les règles et le contenu de l'échange semblent ainsi être stabilisés par des pratiques institutionnelles de définition et de contrôle (Gadrey, 1994). Cependant, ceci ne permet pas de comprendre ce qui fait qu'un gérant choisit de travailler avec un vendeur plutôt qu'un autre, ce qui est évidemment crucial pour comprendre comment le marché se maintient concrètement dans le temps. Pour comprendre comment s'opèrent les choix des gérants, il faut voir ce qui se joue dans l'établissement de la relation commerciale personnalisée entre vendeur et gérant. Alors que dans les pratiques institutionnelles la qualification est stabilisée en tant que définitions et règles univoques et universelles, dans la relation personnelle, la qualification demeure multiple et variable.

La personnalisation de l'analyse financière : une qualification ouverte

- 21 Alors que la relation marchande est le fait de sociétés qui vendent et achètent des services, concrètement, l'échange s'effectue à travers les relations entre gérants et vendeurs. En effet, ce n'est pas simplement Citibank qui reçoit les analyses faites par les analystes de Brokers Inc., mais John, gérant de Citibank, qui reçoit les analyses de Jacques, vendeur de Brokers Inc. Comme nous l'avons vu, ceci tient à ce que l'analyse vendue par Jacques est le produit d'un « ciblage » en fonction des intérêts de John. La qualification des services des *brokers* se construit alors dans la procédure qui permet la personnalisation de l'analyse financière. C'est dans le cadre de cette procédure que la qualification peut connaître une ouverture que ne lui accorde pas sa stabilisation par les institutions présentée ci-dessus.
- 22 Pour comprendre comment est produite la personnalisation de l'analyse financière, je vais d'abord étudier la manière dont la rémunération du travail du vendeur dépend de la relation personnelle qu'il établit avec ses clients. Ceci me permettra ensuite d'analyser comment la qualification de l'analyse financière et des services globaux du vendeur peut demeurer ouverte dans un certain cadre.

La personnalisation de la rémunération du service du vendeur

- 23 Le mode de paiement des services du vendeur par le gérant est personnalisé d'une manière indirecte. Son analyse permet de voir comment les vendeurs sont en effet incités à établir des rapports personnels (par opposition à des rapports anonymes) avec leurs clients, tout en restant encadrés par leur employeur.
- 24 Il n'y a pas de contrat fixant un prix à l'analyse financière fournie par le vendeur. Les sociétés de gestion et de *brokerage* sont liées par un contrat concernant le travail des *traders*, c'est-à-dire des personnes chargées d'effectuer les achats et les ventes d'actions dans le marché des actions. Les sociétés de *brokerage* et de gestion ont chacune des *traders*. Pour les sociétés de gestion, les *traders* effectuent les décisions d'investissement des gérants, en achetant et vendant les actions selon leurs ordres. Les *traders* des sociétés de gestion peuvent faire cela « directement » sur le marché, c'est-à-dire en achetant ou en vendant des actions à quelqu'un qui les détient ou veut les détenir. Mais ils peuvent le faire par le biais d'un autre *trader*, qui va se charger de trouver un troisième qui détient ou veut détenir des actions. Dans ce cas, le *trader* intermédiaire reçoit une commission, calculée selon un pourcentage de la quantité vendue ou achetée.
- 25 C'est à travers ce mécanisme d'intermédiation que le gérant paie, indirectement, les services du vendeur. Les sociétés de *brokerage* ont leurs propres *traders*. Pour payer les services du vendeur Jacques (de Brokers Inc.), le gérant John (de Citibank) va demander aux *traders* de sa société de faire des transactions par l'intermédiaire des *traders* de cette société de *brokerage*. Ceci implique alors le versement par Citibank d'une commission à Brokers Inc. Cette commission, payée techniquement pour le service des *traders*, est la seule rémunération que Brokers Inc. recevra pour les services rendus par Jacques à John. Elle est considérée comme étant « générée » non pas par les services des *traders*, mais par les vendeurs et permet à la hiérarchie de Brokers Inc. d'évaluer le travail de ceux-ci.

Ainsi, le directeur de Brokers Inc. me dit : « *Tous les jours, moi je peux te pricer¹² n'importe lequel de mes individus ici* », c'est-à-dire qu'il sait combien de commissions ont été payées par les clients de chaque vendeur.

- 26 Ceci permet alors à la hiérarchie de Brokers Inc. d'avoir une prise sur le travail du vendeur, en liant sa rémunération aux commissions qu'il « génère ». Le paiement des services par le gérant est personnalisé à travers le mode de rémunération des vendeurs par leur société. Ces derniers reçoivent un salaire fixe et un bonus. Le bonus est calculé en bonne partie en fonction de la commission générée par le vendeur. En même temps, il est décidé sans appel par la hiérarchie. Le vendeur doit donc rester attentif à celle-ci et ne pas chercher à générer des commissions à tout prix ce qui, comme nous le verrons plus loin, pourrait ternir l'image de sa société de *brokerage*. Le bonus peut multiplier par deux ou trois le salaire du vendeur. L'indexation de la rémunération du vendeur sur les paiements des gérants organise alors le rapport entre les deux acteurs. Du point de vue de ceux-ci, le gérant « paie » personnellement (avec les fonds de son employeur) la rémunération du vendeur¹³.
- 27 En même temps, l'organisation du mode de paiement ne lie pas celui-ci à la qualité de l'information financière. Alors qu'il est facile de connaître le montant des commissions payées pour les activités de chaque vendeur, il n'y a absolument aucune grille établissant une équivalence objectivée entre la marchandise et le prix. De fait, la relation commerciale entre le gérant et le vendeur peut être très variable. Décidés par le gérant, le montant des paiements et la périodicité des contacts peuvent varier fortement dans le temps. Le vendeur n'a pas les moyens de contraindre son partenaire commercial pour maintenir une relation stable. Alors que son bonus en dépend, il ne peut espérer maintenir la relation qu'en intéressant constamment le gérant avec ses services globaux. Cette variabilité se retrouve d'une relation commerciale à une autre. Un même vendeur peut générer 500 000 dollars par an de commission avec un gérant, et 50 000 dollars avec un autre. Ces montants peuvent varier dans le temps. La variabilité dans le temps est renforcée par le décalage entre le paiement de commissions par les gérants, qui se font tout le long de l'année, et peuvent varier rapidement en fonction des relations entre gérant et vendeur, et le paiement du bonus, qui ne se fait qu'une fois par an.
- 28 Cette variabilité ne concerne pas une évaluation monétaire qui pourrait être simplement séparable de la description du service du vendeur, qui demeurerait stable. La variabilité de l'évaluation monétaire est liée à une variabilité de la qualification de l'échange. Pour comprendre la relation entre les deux, il faut analyser comment ces variabilités sont organisées en une procédure à travers laquelle les vendeurs et les gérants développent des relations personnelles.

La multiplicité et la variabilité de la qualité dans les échanges personnels entre gérants et vendeurs

- 29 La variabilité des paiements et l'incomplétude des modèles d'analyse peuvent amener à penser que les rapports entre vendeurs et gérants ont une large part d'aléatoire. Or, l'observation de leurs pratiques concrètes montre que les échanges présentent des régularités fortes, qui n'éliminent pas le flou de la qualité mais, au contraire, l'organisent. Je montrerai d'abord que l'analyse financière apportée par les vendeurs s'effectue grâce au développement d'une relation personnelle dans le temps. Je décrirai alors comment la procédure par laquelle se réalise l'échange implique un certain décalage entre les

pratiques concrètes et l'objectivation de la qualification du service des vendeurs par les employeurs. Ce qui, finalement, permettra d'expliquer pourquoi la qualification reste alors légèrement ouverte dans un certain cadre.

La qualification de l'analyse financière

- 30 Les vendeurs fournissent parfois aux gérants des données facilement accessibles pour tous les acteurs, mais qu'ils compilent en fonction des intérêts spécifiques de chaque client. Mais l'analyse financière fournie par les vendeurs est plus essentiellement une réflexion sur les arguments menant à un choix d'investissement. Différents auteurs ont établi l'objectivation des approches de l'investissement financier en différents modèles (Tadjeddine, 2000 ; Godechot, 2000, 2001). Ces objectivations concernent des positionnements stratégiques en tant qu'investisseur. Mais dans l'analyse financière, qui reste majoritairement « fondamentaliste » (Orléan, op. cit.)¹⁴, une multiplicité d'approches possibles, de « styles » sont encore utilisés qui, eux, ne sont pas objectivés. Ils se construisent par tâtonnements, au gré des occasions, et sont différents dans chaque relation. Cette construction est le supplément apporté par la réflexion à l'incomplétude des modèles d'analyse financière utilisés par tous les acteurs :
- 31 André (gérant) : « Vous choisissez pas vos interlocuteurs, à force de travailler, vous savez qui vous raconte des pipeaux et qui vous raconte des trucs sérieux, donc forcément vous travaillez avec les types qui vous semblent les plus sérieux... [...] t'as des types, ils se font un plaisir de t'appeler à neuf heures du matin, pour te dire, j'ai lu dans le journal que... mais je m'en fous ! Je m'en fous, je sais lire le journal, d'ailleurs, s'il aurait pas appelé, j'aurais plus eu le temps de lire le journal... je m'en fous ! Parce que le premier, il t'appelle pour dire ça, donc on va dire le broker A, le broker B il va t'appeler pour te dire qu'il a lu la même chose dans le journal, le broker C il va lire la même chose, et le broker D, tu dis attends, stop, je vais te raconter le journal, franchement ! C'est pas ça ! Par contre le type qui est, le vendeur qui vraiment réfléchit, celui-là, il passe vingt minutes avec toi au téléphone, un jour par semaine, à cinq heures de l'après-midi, là où t'es pénard, et là pendant vingt minutes, tu discutes, tu dis attends, t'as regardé ça ? T'as vu la direction que ça prend, ça ? Est-ce qu'il faut pas aller par là ? Est-ce qu'on peut regarder ce détail-là ? Et là, tu définis avec lui trois, quatre, cinq, six valeurs, et peut être à une semaine près tu l'achètes, et tu fais ton truc, ça c'est le bon vendeur, c'est le vendeur qui te fait réfléchir. »
- 32 C'est à partir de ces manières de réfléchir que se développent les relations commerciales sur le long terme. Mon stage à Brokers Inc. a eu lieu en 2002, alors que le groupe Vivendi traversait une crise majeure, et les investisseurs dans les marchés financiers s'inquiétaient sur le prix de ses actions, en forte baisse. Lors de cette crise, certains gérants étaient soucieux de comprendre les intrications politiques concernant la direction de la compagnie, et un vendeur se demandait à voix haute : « Quel personnage des US on pourrait trouver qui ressemble à Bébér pour leur expliquer qui c'est ? »¹⁵. D'autres gérants voulaient plutôt qu'on leur explique de manière approfondie les révélations sur les malversations et fraudes concernant les comptes de l'entreprise, ou encore ses atouts technologiques et son positionnement commercial à long terme¹⁶. Tous les vendeurs n'étaient pas capables de développer avec la même adresse les mêmes types d'arguments. La crise était alors pour les vendeurs l'opportunité de montrer leurs capacités face aux demandes particulières de chaque gérant. Alors que certains réussissaient à leur fournir le type d'information qu'ils cherchaient, avec la bonne manière d'argumenter, d'autres

sentaient que la situation leur échappait des mains, à un moment où leurs interlocuteurs étaient particulièrement sensibles.

- 33 L'analyse financière est produite à partir de modèles et de raisonnements acceptés par tous. En même temps, chaque acteur agence les différents éléments de l'analyse, tels que l'analyse comptable, la stratégie, etc., à sa manière. Ces différentes « manières de réfléchir » ne sont pas objectivées. Elles se construisent dans chaque relation entre gérant et vendeur, de manière particulière, et évoluent dans le temps, puisque les acteurs « apprennent » avec l'expérience. La procédure de mise en relation des gérants et des vendeurs produit ainsi une analyse plus fine que celle des modèles de base, mais sa qualification demeure multiple et variable. Par ailleurs, cette procédure implique des décalages entre l'objectivation de la qualification de l'échange par les entreprises et les pratiques concrètes des acteurs.

La construction d'une relation personnelle dans le temps

- 34 La relation commerciale entre vendeur et gérant se construit dans le temps. Le gérant et le vendeur cherchent à se connaître. De cette façon, le vendeur peut mieux « cibler » son analyse financière, et le gérant peut voir à quel point le service du vendeur l'intéresse. Cette procédure fait qu'il y a un certain décalage entre les horizons temporels des vendeurs et des gérants et ceux de leurs entreprises. Elle implique aussi que la relation entre le gérant et le vendeur se construise à travers le partage de caractéristiques qui n'ont aucun lien avec l'analyse financière.
- 35 La relation commerciale commence pour le vendeur quand un gérant lui est assigné par sa direction. Peut alors s'ensuivre une période de plusieurs mois, pendant laquelle le vendeur laisse des messages sur le répondeur téléphonique ou envoie des e-mails au gérant, presque tous les jours, sans que celui-ci ne réponde. Pendant cette période, le vendeur connaît les intérêts du gérant sans parler avec lui, mais par des données accessibles, comme la position qu'il occupe dans la société de gestion ou le type de fonds d'investissement qu'il gère. Si le gérant répond, il commence à être plus explicite sur ce qui l'intéresse concrètement, comme par exemple tel ou tel type d'action, ou encore des informations particulières sur un problème précis. Le gérant ouvre ensuite un compte dans la société de *brokerage*, mais le flux de commissions peut rester longtemps faible. Il peut se passer un ou deux ans de relations avant que les paiements du gérant n'atteignent un montant conséquent pour le vendeur. Une fois qu'un gérant et un vendeur ont des relations fortes, ils peuvent continuer leur relation tout en changeant d'employeur. Vendeurs et gérants gardent rarement le même employeur pour plus de cinq ans. Le travail de vendeur étant fatigant (ils travaillent souvent douze heures par jour avec, aux États-Unis, deux semaines de vacances par an), il est rare que les vendeurs dépassent la quarantaine. A l'intérieur d'une même entreprise, l'horizon temporel des vendeurs et des gérants est de quelques années, pendant lesquelles les premiers chercheront à « générer » le plus de commissions possibles. En tant que rapport personnel, les acteurs peuvent chercher à établir des solidarités qui ne prennent pas en compte complètement leur employeur actuel. Ces horizons temporels sont en décalage avec les intérêts des entreprises, qui se situent dans le long terme *au sein de la même entreprise*.
- 36 Les rencontres entre gérant et vendeur se font en partie en dehors des horaires de bureau. Les vendeurs ont un budget variable pour inviter les gérants à des sorties diverses, telles qu'aller à l'opéra, voir un match de hockey sur glace, ou partir un week-

end à la chasse. Selon l'avis des vendeurs, ces sorties sont très importantes pour renforcer la connaissance mutuelle avec leur client. Elles supposent des caractéristiques communes entre gérants et vendeurs, qui ne sont pas liées à leurs pratiques professionnelles, telles que connaître le hockey sur glace, savoir chasser, etc. Le partage de ces caractéristiques, quand il est possible, rend plus facile aussi l'établissement de relations amicales entre vendeurs et gérants, qui fonctionnent selon des logiques qui peuvent n'avoir rien à voir avec l'analyse financière.

- 37 La procédure à travers laquelle vendeurs et gérants interagissent organise l'incomplétude des modèles d'analyse financière. Les acteurs peuvent produire ainsi une analyse personnalisée plus fine. Mais cette procédure permet des logiques d'action qui sont en décalage avec l'objectivation de la qualité des services des vendeurs selon l'enjeu de l'échange marchand décrit plus haut. La qualification du service global des vendeurs demeure ainsi ouverte dans un certain cadre.

La qualification du service global du vendeur : ouverte mais encadrée

- 38 La qualification du service global du vendeur n'est pas saturée par la seule référence à l'analyse financière. Les interactions entre vendeurs et gérants impliquent des pratiques qui n'ont pas de lien avec l'analyse financière, telles que passer un week-end à la chasse, ou aller au théâtre. La qualification du service des vendeurs peut alors intégrer plusieurs facteurs :
- 39 André (gérant) : *« Je choisis [les brokers] parce que euh... tout dépend du gérant, il y a des gérants qui aiment parce que le broker est sympa, il y en a d'autres qui aiment parce que l'analyse est super, il y en a d'autres qui aiment parce que euh, ils lui donnent des services, il y en a qui aiment parce que le coût, le coût de la transaction est le plus faible possible... moi j'ai pas vraiment euh... moi je veux pas un type qui me casse les pieds tous les jours, je veux pas qu'il m'appelle tous les jours. »*
- 40 Dans la situation d'entretien, le gérant annonce en vrac différents paramètres qui peuvent sembler décisifs dans le choix d'un vendeur par un gérant. Le choix entre ces paramètres, peut varier en fonction de la personne : il « *dépend du gérant* ». Le gérant interviewé ici peut aligner sans hiérarchie, ni relation de traduction, des éléments disparates, qui vont de la qualité de l'analyse à celle des sorties (les « *services* »), en passant par la personnalité du vendeur ou le simple coût du travail du *trader* (cas limite, où le travail du vendeur disparaît, et qui est rendu possible par le flou qui caractérise la qualification du service global du vendeur).
- 41 L'analyse financière demeure le seul argument vraiment légitime dans le choix d'un vendeur. Les invitations en boîte de nuit ou autres, sont contrôlées par les hiérarchies, pour éviter le cas limite où un gérant donnerait plus de commissions aux vendeurs qui lui proposeraient des sorties plus intéressantes. Ce qui est possible étant donné que les acteurs peuvent développer des relations d'amitié à long terme, ou encore chercher des commissions élevées ou des sorties intéressantes dans le court terme, selon les logiques évoquées plus haut, et qui ne correspondent pas aux objectifs explicites de l'échange, fixés dans les contrats de travail et dans les contrats entre sociétés. Les procédures de contrôle des dépenses, de la régularité des sorties, et de la corrélation entre sorties et commissions permettent à la hiérarchie des sociétés de gestion et de *brokerage* de maintenir ces pratiques dans des limites, qui sont toujours plus ou moins floues, et se décident au cas par cas. Ainsi, la procédure par laquelle le gérant et le vendeur se

connaissent dans le temps rend la qualification des services du vendeur plus floue que ne le laisse supposer son objectivation dans les contrats. Ce flou est en lien avec l'incomplétude des modèles d'analyse financière, qui sont complétés par le développement d'une relation personnelle dans le temps qui permet une réflexion commune fine entre gérants et vendeurs.

- 42 Les raisons invoquées pour justifier le choix d'un vendeur peuvent jouer sur différents registres. Ces registres ne sont pas tous objectivés (« *je n'ai pas vraiment...* »), et quand ils le sont c'est à travers des catégories aux contenus fortement subjectifs. Un vendeur peut sembler « *intelligent* » à un gérant et « *sot* » à un autre. Les sorties proposées par un vendeur peuvent sembler intéressantes à un gérant et pas à un autre. Ainsi, non seulement la qualité de l'analyse financière demeure ouverte, mais la place de cette analyse dans le service global offert par le vendeur aussi. Cette subjectivité n'implique pas que la relation entre gérant et vendeur est un produit purement arbitraire. Ce serait oublier tout le cadrage de la relation tel que je l'ai décrit jusqu'ici. Plutôt que d'opposer une objectivation des règles et un cadrage par une procédure à un aléatoire qui semblerait alors un résidu, on peut comprendre au contraire la régularité de cet échange marchand dans le temps comme étant le fait d'une organisation, qui est aussi une production, du flou de la qualification du service des vendeurs. C'est ce dernier point que je voudrais traiter maintenant.

La multiplicité et la variabilité de la qualité : éléments organisateurs de l'échange marchand

- 43 La multiplicité et la variabilité de la qualification dans les échanges concrets entre gérants et vendeurs n'est pas simplement une imperfection de l'organisation marchande. Elle organise l'incomplétude des modèles d'analyse financière, à travers la réflexion supplémentaire qu'apportent les vendeurs et qui se construit en rapport avec les intérêts spécifiques des gérants. Elle est explicitement un élément organisateur de la stratégie commerciale des acteurs. Ceci est vrai pour les gérants et les vendeurs et pour les sociétés de gestion et de *brokerage*.

L'ouverture de la qualification dans les stratégies commerciales des vendeurs et des gérants

- 44 L'ouverture de la qualification globale du service du vendeur est considérée par les acteurs comme une ressource pour mieux se connaître, au fil du temps, par le partage d'activités diverses. Elle permet aussi aux gérants et aux vendeurs d'établir des relations qui ne répondent pas immédiatement aux intérêts de leurs employeurs, comme des amitiés de long terme, ou des solidarités de court terme (commissions contre sorties). Cette ouverture de la qualification organise l'échange, en ce qu'elle règle l'interaction dans laquelle l'analyse financière est réalisée.
- 45 Comme nous l'avons vu, les vendeurs et les gérants ont des manières personnelles d'effectuer l'analyse financière. Ces manières sont certes élastiques, mais tous les acteurs ne peuvent pas réfléchir de toutes les manières. Pour les vendeurs, la stratégie visant à stabiliser plusieurs relations commerciales consiste bien sûr à s'adapter aux besoins de leurs clients. Mais les vendeurs doivent aussi mettre en avant leurs spécificités

personnelles, afin de trouver des partenaires commerciaux avec qui la relation peut s'approfondir sur le long terme, et devenir financièrement conséquente. Ils doivent jouer de la multiplicité des manières de qualifier l'analyse financière pour trouver leur place.

- 46 Cet aspect de leur stratégie est renforcé par le fait que les gérants déclarent vouloir des vendeurs avec un « caractère » ou un « style » défini dont le but est de « lire » leur position, c'est-à-dire de comprendre où ils se positionnent par rapports aux avis des autres vendeurs. Le « style » fort du vendeur est censé permettre alors de mieux utiliser son analyse financière, en pouvant mieux la comparer à celle des autres, pour se faire une idée générale des arguments possibles. Ce « style » n'est pas objectivé, comme je l'ai dit plus haut. Pour un gérant, l'intérêt est que chaque vendeur lui apparaisse comme constant dans le temps, comme proposant une approche personnelle qu'il va pouvoir distinguer de celle des autres. Ce qui lui offre un choix différent de personnes, et lui permet de constituer ainsi une multiplicité d'approches non catégorielles, mais concrètement personnelles. Les « styles » sont constitués comme tels dans chaque relation. Ils sont différents d'une relation à une autre et varient dans le temps, puisque vendeurs et gérants « apprennent » avec l'expérience. Le flou de la qualification de l'analyse financière permet alors un ajustement fin des besoins du gérant et des capacités du vendeur, qui est plus subtil que l'objectivation de telle ou telle stratégie d'investissement, et qui ne peut se produire qu'à travers le développement d'une connaissance mutuelle des acteurs. Ainsi la stratégie des gérants et des vendeurs intègre la multiplicité des approches de l'analyse financière et en fait un élément organisateur du marché lui-même.
- 47 L'ouverture de la qualification du service global du vendeur et de l'analyse financière est donc considérée par les gérants et les vendeurs comme un élément organisateur du bon déroulement de l'échange. C'est un élément explicite de l'interaction, qui permet une analyse financière plus fine que celle des modèles de base.

L'ouverture de la qualification dans la stratégie commerciale des sociétés de gestion et de brokerage

- 48 La multiplicité des qualifications est tout aussi importante dans la stratégie des sociétés qui emploient les acteurs. Un entretien avec le directeur de Brokers Inc. le montre clairement :
- 49 Armand (vendeur senior et directeur de Brokers Inc.) : « On a cent cinquante clients possibles aux États-Unis, l'idée c'est qu'il faudrait que j'aie des opérateurs que je sois capable de mettre en face de tel et tel client. Donc à partir du moment où j'ai un univers assez varié, c'est à moi de faire en quelque sorte du cherry picking en termes des personnalités que je voudrais avoir pour travailler avec moi. Donc ça fait des mélanges assez détonants [...] Je pense que notre job est d'offrir à notre clientèle le panel le plus large possible d'individus, en espérant qu'il y aura des fits. [...] C'est très personnel, c'est une relation de confiance [...] un bon fit personnel, c'est-à-dire, une espèce de bonne osmose intellectuelle, va se transformer en meilleur business que si je mets de gens qui n'auront simplement qu'une relation qui n'est que professionnelle [...] c'est-à-dire que si j'ai un gars qui est intéressé par la chasse, il vaut mieux que je le mette en face de gens qui sont intéressés par la chasse, que par des gens qui sont intéressés par le ballet [...] l'idée c'est pas forcément une séduction, c'est une sorte d'osmose intellectuelle, à la fin de la journée, le client qui te file des commissions, te dit "I like the way you think" [...] c'est difficile de déterminer pourquoi un client file de l'argent à quelqu'un et pourquoi il en file à quelqu'un d'autre. »

- 50 Dans cette description, ce qui compte commercialement est le « *fit* », c'est à dire la compatibilité, l'adéquation du vendeur et du gérant, qui génère le flux financier le plus conséquent. Pour réaliser cette adéquation à grande échelle, le directeur doit prendre des « *personnalités* » diverses, pour créer autant d'« *osmose intellectuelles* » que possible. Dans ce dessein, la direction de Brokers Inc. doit aussi jouer de l'ouverture de la qualification du service du vendeur. Pour que le « *business* » soit bon, c'est-à-dire pour que la stratégie commerciale réussisse le mieux, la relation « *qui n'est que professionnelle* » ne suffit pas. Il faut y intégrer une marge d'autre chose, qui se décide dans le rapport « *personnel* », et pas d'avance. D'où l'incertitude affichée dans la dernière phrase : face à la multiplicité et à l'ouverture de la qualité du service global du vendeur, la stratégie consiste à se donner la plus grande chance en multipliant les manières de faire différentes au sein même de la société de *brokerage*.
- 51 Dans les sociétés de gestion, la multiplicité et l'ouverture de la qualification du service des vendeurs sont intégrées dans l'organisation du travail. En même temps, les évolutions des dernières années attestent d'une tendance à remettre en cause cet état du marché, qui a duré des décennies. A cela s'ajoute une tendance à réduire les coûts, dans un milieu fortement touché par la dernière crise boursière, qui a duré de 2000 à 2003, et par une industrialisation qui ne date que de quinze ans. Dans ce processus, un changement des rapports de force s'est effectué dans le marché de l'information financière, au profit des sociétés de gestion¹⁷. Dans cette évolution, des procédures apparaissent tendant à dépersonnaliser le paiement des commissions. Il n'y a pas de place ici pour décrire ces procédures. Il suffit de dire que la commission serait payée globalement par la société de gestion à la société de *brokerage*, sans que puisse être retracé ce qui a été « *généré* » par tel ou tel vendeur.
- 52 Pour les vendeurs de Brokers Inc., à long terme, cette évolution signifierait la fin de la profession. En effet, si la personnalisation du rapport ne se justifie plus financièrement pour eux, elle perdra son aspect central. Ils deviendront alors surtout des passeurs de l'analyse produite par les analystes. Pour les sociétés de gestion, l'élimination d'un intermédiaire cher signifierait une réduction des coûts. Mais cela suppose en même temps la perte d'un service considérable, c'est-à-dire tout le travail de recherche effectué par le vendeur que le gérant ne peut effectuer. Si les sociétés de gestion commencent à penser que ce travail pourrait ne pas avoir autant de valeur ajoutée, c'est parce que le travail du gérant lui-même est en train de changer. La plupart des gérants de fonds en actions sont aujourd'hui tenus de ne pas s'écarter trop fortement de l'évolution de différents indices boursiers. La valeur ajoutée d'une réflexion personnalisée est réduite pour des choix dont la rentabilité ne peut explicitement pas dépasser des limites assez strictes (généralement entre 2 % et 3 % de plus que l'indice de référence). Cette évolution en est à ses débuts, mais l'existence même de logiciels et de produits dérivés permettant d'investir directement sur des indices boursiers montrent qu'elle n'est en rien utopique. Elle est de fait prise au sérieux par la direction de Brokers Inc. qui y voit un potentiel manque à gagner. Cette tension est loin de diminuer et le changement ne fait que commencer. La difficulté de changer montre à quel point ce marché est encore organisé autour de la multiplicité et de l'ouverture de la qualification.

Conclusion

- 53 L'analyse de l'échange marchand entre vendeurs et gérants de fonds d'investissement nous montre donc un cas où la qualification de ce qui est échangé demeure floue, mais est encadrée par des procédures fortement réglementées. Ces règles ne sont pas toutes objectivées, et peuvent rester à l'état implicite ou inconscient. Elles sont en partie des manières de faire (discuter au téléphone, aller au théâtre), et ne peuvent pas être simplement comprises comme des schèmes cognitifs. André Orléan (*op. cit.*) a développé une analyse du consensus analytique et des positionnements stratégiques dans le marché des actions en termes de conventions. Même si l'auteur remarque « *l'intense travail de codifications institutionnelles* » dans l'organisation du marché, il développe la compréhension de celui-ci à partir de schèmes de cognition, sans développer l'analyse sur leur production par des pratiques concrètes. Les analyses financières des vendeurs et des gérants telles que je les ai présentées ici, ne sont pas séparables, comme schémas conceptuels, des procédures institutionnelles et des règles de l'interactions spécifiques à leurs échanges dans lesquelles elles sont produites. Si elles s'imposent à chaque acteur comme des cadres de raisonnement, c'est par des interactions avec d'autres, dans des contraintes et des possibles spécifiques.
- 54 L'analyse de ces interactions permet de voir comment le travail de production de la qualité du service du vendeur, et donc en partie celui de production de l'analyse financière, n'a rien d'une qualité intrinsèque qui lui serait indépendante (Cochoy, 2002). En même temps, le prix joue un rôle particulier dans la qualification, comme épreuve de réalité pour les entreprises qui ne peuvent survivre qu'en respectant les logiques de la rentabilité. Il est, en partie, un élément de plus de la qualification du service du vendeur, autant pour le gérant que pour la hiérarchie de la société de *brokerage* et pour le vendeur lui-même, dans une situation où toutes les autres formes de qualification demeurent floues. Mais en ce qu'il est un élément fondamental de la logique de rentabilité des entreprises comme organisations dans une situation concurrentielle particulière, il exerce des contraintes spécifiques (Gadrey, 2002).
- 55 En particulier, son rôle dans l'organisation de la logique de la rentabilité des entreprises fait qu'il permet, dans le cas étudié ici, de comprendre le lien entre l'organisation de l'entreprise et le produit qu'elle achète ou vend, dans l'absence d'autres indicateurs univoques. L'indexation des rémunérations des vendeurs sur les commissions payées par les gérants correspondrait alors à la vente d'un produit dont la qualification complète est impossible (Salais, 2004). La disparition progressive d'une demande pour ce produit tendrait alors à faire changer l'organisation interne des entreprises. Le mode de rémunération des services entre entreprises et pour chaque entreprise du travail en interne permet de mieux paramétrer ce changement que le contenu des analyses financières peut le faire. Le prix doit néanmoins être compris à l'intérieur de logiques qui dépassent l'horizon de chacun des acteurs, telles que celles d'institutions comme l'État ou le monde scientifique.
- 56 Chaque produit étant différent, il apparaît donc difficile de distinguer, dans l'étude d'un cas concret, entre des marchés de produits, d'organisations (Eymard-Duvernay, 2004), ou marchés-réseaux (Sauviat, 1994), ou encore entre produits et services. Notamment, dans le cas étudié ici, le contenu et l'organisation de l'échange marchand sont en évolution. Leurs changements sont lents et se heurtent à de nombreuses résistances, comme l'ont

montré Garcia (1986) ou, pour les marchés financiers, Muniesa (2000). Dans tous les cas, les logiques à l'œuvre sont multiples, incluant de nombreux acteurs, qu'on ne peut décrire qu'en observant la situation précise dans laquelle elles s'effectuent

BIBLIOGRAPHIE

- Abolafia M.-Y. *Making Markets, Opportunism and Restraint on Wall Street*. Harvard University Press, Cambridge, Massachussets, 1996, 216 p.
- Bazin J. Interpréter ou décrire. Notes critiques sur la connaissance anthropologique. In Revel J. et Wachtel N. (Eds.), « *Une école pour les sciences sociales. De la VI^e section à l'École des hautes études en sciences sociales* », Éditions du Cerf-Editions de l'EHESS, Paris, 1996, p. 331-347.
- Becker H. *Telling About Society*. In Becker H. "Doing Things Together", Northwestern University Press, Evanston, 1986, p. 121-135.
- Callon M., Méadel C., Rabearisoa V. *L'économie des qualités*. Politix, Hermès Science, Paris, 2000, vol. 13, n° 52, p. 211-239.
- Cochoy F., Dubuysson-Quellier S. *Introduction. Les professionnels du marché : vers une sociologie du travail marchand*. Sociologie du Travail, 2000, vol. 42, n° 3, p. 359-368.
- Cochoy F. *Une sociologie du packaging ou l'âne de Buridan face au marché*. PUF, Paris, 2002, 225 p.
- De Bandt J. La notion de marché est-elle transportable dans le domaine des services informationnels aux entreprises ? In Gadrey J., de Bandt J. (Dirs.), « *Relations de service, marchés de services* », Editions CNRS, Paris, 1994, p. 217-240.
- De La Pradelle M. *Comment décrire un marché ?* In Ostrowetsky S. (Ed.), « *Sociologues en ville* », L'Harmattan, Paris, 1996, p. 91-104.
- Eymard-Duvernay F. Coordination des échanges par l'entreprise et qualité des biens. In Orléan A. (Ed.), « *Analyse économique des conventions* », PUF, Paris, 2004., p. 331-358.
- Gadrey J. Relations, contrats et conventions de service. In Gadrey J., de Bandt J. (Dirs.), « *Relations de service, marchés de services* », Editions CNRS, Paris, 1994, p. 123-152..
- Gadrey J. *Dix thèses pour une socio-économie de la qualité des produits*. Sociologie du Travail, Editions Elsevier, Paris, 2002, n° 44, p. 272-279.
- Gadrey J. *Socio-économie des services*. Editions La Découverte, Paris, 2004, 124 p.
- Garcia M.-F. *La construction sociale d'un marché parfait : le marché du cadran de Fontaines-en-Sologne*. Actes de la Recherche en Sciences Sociales, 1986, n° 65, p. 1-13.
- Godechot O. *Le bazar de la rationalité. Vers une sociologie des formes concrètes de raisonnement*. Politix, Hermès Science, Paris, 2000, vol. 13, n° 52, p. 17-56.
- Godechot O. *Les traders, Essai de sociologie des marchés financiers*. La Découverte, Paris, 2001, 299 p.
- Heilbron J. *Le cours des actions. Evolution des régimes financiers et pouvoir des actionnaires*. Cahiers lillois d'économie et de sociologie, L'Harmattan, Paris, 2003, n° 41-42, p. 79-108.

Isaac H. *Les normes de qualité dans les services professionnels : une lecture des pratiques à travers la théorie des conventions*. Finance Contrôle Stratégie, Éditions Economica, Paris, 1998, vol. 1, n° 2, p. 89-112.

Jacquillat B., Solnik B. *Marchés financiers. Gestion de portefeuille et des risques*. Dunod, Paris, 2002, 367 p.

Livet P., Thévenot L. *Les catégories de l'action collective*. In Orléan A. (Ed.), « *Analyse économique des conventions* », PUF, Paris, 2004., p. 163-192.

Lordon F. *Fonds de pension, piège à cons ? Mirage de la démocratie actionnariale*. Editions Raisons d'Agir, Paris, 2000, 124 p.

Lordon F. *Et la vertu sauvera le monde... Après la débacle financière, le salut par l'« éthique » ?* Editions Raisons d'Agir, Paris, 2003, 125 p.

Muniesa F. « Un robot walrasien. Cotation électronique et justesse de la découverte des prix », *Politix, Hermès Science*, Paris, vol 13, n° 52, novembre 2000, pp. 121-154.

Orléan A. *Le Pouvoir de la Finance*. Editions Odile Jacob, Paris, 1999, 275 p.

Salais R. Incertitude et interactions de travail : des produits aux conventions. In Orléan A. (Ed.), « *Analyse économique des conventions* », PUF, Paris, 2004, p. 395-427.

Sauviat C. *Le conseil : un « marché-réseau » singulier*. In Gadrey J., de Bandt J. (Dirs.), « *Relations de service, marchés de services* », Editions CNRS, Paris, 1994, p. 263-280.

Sauviat C. *Deux professions dans la tourmente. L'audit et l'analyse financière*. In *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, 2003, n° 146-147, p. 21-41.

Tadjeddine Y. Les prises cognitives de la rationalité. Une typologie des décisions spéculatives. *Politix, Hermès Science*, Paris, 2000, vol. 13, n° 52, p. 57-72.

NOTES

1. . La qualité est produite par les définitions de ce qui est échangé que font les acteurs de l'échange. La qualification peut distinguer des hiérarchies de qualité ou pas (Cochoy, Dubuysson-Quellier, 2000 ; Callon, Méadel, Rabeharisoa, 2000). L'analyse de cette production ne peut alors se passer de l'analyse des procédures par lesquelles cette qualification est réalisée, et des enjeux qui constituent ces procédures.

2. . Voir par exemple Eymard-Duvernay (2004) et Salais (2004).

3. . Dans le cas des marchés financiers, ce rôle est tout à fait fondamental, comme l'a montré par exemple Orléan (1999).

4. . Comme le montre Michèle de La Pradelle (1996) dans l'étude d'un marché de rue.

5. . Cette approche est celle de l'anthropologie pragmatique telle qu'elle a été élaborée, par exemple, par Becker (1986) ou encore par Bazin (1996) et, dans les études des échanges marchands, par Michèle de La Pradelle (*op. cit.*) Dans le courant de l'économie des conventions, elle est proche des recommandations effectuées par exemple par Salais (*op. cit.*, p. 401-402).

6. . Le terme *broker* désigne en anglais tout intermédiaire commercial qui vend ou achète pour un tiers. Dans la situation que j'étudie ici, les *brokers* réalisent cette tâche-là dans le marché des actions, mais le principal service qu'ils fournissent est d'apporter de l'analyse financière aux investisseurs. Le terme anglais est utilisé en français, de même que celui de *brokerage*. J'utiliserai indistinctement les termes « *broker* » et « *société de brokerage* ».

7. . Comme nous le verrons, l'analyse et l'information financières se confondent. J'utiliserai les termes indistinctement.
 8. . Pour préserver leur anonymat, les noms des personnes et des entreprises ont été changés.
 9. . Aux États-Unis, ces fonds sont souvent constitués d'épargne et de retraites de ménages. On en retrouve des équivalents en France avec les Sociétés d'investissement à capital variable (SICAV), les Fonds communs de placement (FCP) ou les Plans d'épargne retraite populaire (PERP).
 10. . Voir en particulier les pages 11, 148 et suivantes.
 11. . Aux États-Unis, le plus basique de ces tests est le CFA (*Certified Financial Analyst*). En France, la Société française d'analystes financiers (SFAF) joue un rôle de standardisation similaire, mais son statut est moins normatif.
 12. . Anglicisme désignant le fait de « donner un prix ».
 13. . En fait une partie va bien sûr aux bonus et salaires des autres employés, mais les vendeurs sont de loin les mieux payés et, surtout, ils sont considérés comme étant ceux qui « génèrent » la commission, comme s'ils en étaient la source principale.
 14. . Voir en particulier les pages 17-24 et 176.
 15. . Claude Bébear s'était impliqué dans le sauvetage de Vivendi pendant l'année 2002. Étant donnée sa position dans le patronat et la classe politique français, sa participation semblait indiquer que la faillite de Vivendi allait être évitée.
 16. . Vivendi rassemblait à l'époque une multitude d'activités jugées par beaucoup comme étant trop hétéroclite.
 17. . Ce changement des rapports de force n'est pas retracé dans cet article. Cf Lordon (2000) et Heilbron (2003).
-

RÉSUMÉS

Les vendeurs des sociétés de *brokerage* vendent de l'analyse financière sur des entreprises cotées en bourse de manière personnalisée aux gérants de fonds, pour que ceux-ci indiquent leurs choix d'investissement. Les modèles d'analyse financière et les règles de cet échange marchand sont fortement structurés par l'État, le monde universitaire et l'organisation des entreprises dont les acteurs sont des employés. En même temps, l'échange s'organise à travers des relations personnelles sur le long terme, dans lesquelles les acteurs développent différentes manières d'évaluer les actions des entreprises cotées qu'ils analysent. Ainsi, le marché s'organise autour d'une procédure qui permet une certaine ouverture de la qualification de ce qui est échangé : l'analyse financière. La multiplicité et la variabilité de cette qualification ne sont pas un simple élément marginal dans l'échange. Elle sont de fait des éléments organisateurs, en ce qu'elles font partie de la stratégie explicite des acteurs et des stratégies commerciales des entreprises qui les emploient.

The sales people of the brokerage companies sell personalized financial analysis about listed companies to fund managers for them to inform their investment choices. The models of financial analysis and the rules of this commercial exchange are strongly structured by the state, the academic world and the companies of which the actors are employees. At the same time, the exchange is organized through personal relations that grow on the long term, in which the actors develop different ways to value the stocks of the companies they analyze. The market is thus organized by a procedure that allows for a certain openness of the qualification of that

which is exchanged, i.e. the financial analysis. The multiplicity and variability of the qualification are not a mere marginal element in the exchange. They actually contribute to its organization, by being part of the explicit strategy of the actors and of the commercial strategies of the companies that employ them.

INDEX

Code JEL G14 - Information and Market Efficiency; Event Studies, L15 - Information and Product Quality; Standardization and Compatibility, L22 - Firm Organization and Market Structure: Markets vs. Hierarchies; Vertical Integration; Conglomerates

Keywords : anthropology, finance, qualification, rule, services

Mots-clés : anthropologie, finance, qualification, règle, services

AUTEUR

HORACIO ORTIZ

École des hautes études en sciences sociales, LAIOS